

2024年8月7日 全7頁

FRBの利下げペースを左右する要因は何か？

失業率が上昇すれば利下げペースは速まるが、求人率が高止まりするケースに注意

ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原翼

[要約]

- FRBが想定してきたソフトランディング・シナリオを達成するためには、利下げの実施により景気や労働市場が底堅さを維持する中でも、インフレ減速が継続していく必要がある。コアPCE価格指数は労働需給の緩和と概ね連動して減速してきており、インフレ減速が継続するためには、さらなる労働需給の緩和が必要といえる。ただし、ソフトランディングを実現するためには、労働需要の縮小ではなく、労働供給の拡大を中心とした労働需給の緩和が続いていくことが求められる。
- 労働供給の拡大要因として今後も期待できるのは移民流入である。過去1年間の米国外生まれ労働力人口（移民労働者）の増加ペースを維持することができれば、ソフトランディングに必要な労働需給の緩和を労働供給の拡大を中心に達成することも可能と考えられる。ただし、大統領選挙を控えて、バイデン政権は移民規制を進めており、先行きの移民流入ペースについては不確実性が高いことには注意が必要となる。
- 他方で、足元は失業率が上昇しやすくなっているとみられ、FOMC参加者の想定以上に失業率が上昇していくことで労働需給が緩和することも考えられる。失業率が上昇しやすくなっている背景として、①求人率の低下によるベバリッジ曲線からの示唆、②不法移民の流入に起因する労働市場のミスマッチ拡大の可能性、③移民の急増に伴う短期の均衡雇用者増加数の上昇、の3点が挙げられる。
- 金融政策への示唆について、これまで通り労働供給の拡大を中心とした労働需給の緩和が当面継続するシナリオでは、ドットチャートの中央値で示唆されるようなペースで利下げが継続していくと考えられる。他方、失業率の上昇を伴いながら労働需給が緩和していくシナリオでは、基本的にはFRBによる利下げペースは速まることが想定される。ただし、後者のシナリオで注意が必要なのは、雇用のミスマッチの拡大により失業率が上昇する一方で、求人率が高止まりするケースだ。労働需給が緩和したとしても、求人率が高止まりすればインフレも高止まりする可能性は否定できない。この場合、FRBはインフレ高止まりと失業率上昇の板挟みとなり、金利据え置きと利下げの間で難しい判断を迫られることになるだろう。

先行きのインフレ減速、利下げペースを左右する労働需給緩和の持続性

2024年6月のPCE価格指数は前年比+2.5%、コアPCE価格指数は同+2.6%となり、5月に引き続き低水準の伸びとなった(出所はいずれも商務省)。足元のインフレ指標の減速を受けて、FRBによる利下げ開始への期待が市場で高まり、7月30-31日のFOMC(連邦公開市場委員会)でも、9月にも利下げへと移行する可能性が示唆された¹。

ただし、市場も9月の利下げ開始は織り込み済みであり、既に焦点は利下げのペースに移っている。2024年6月のFOMCで公表されたFOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)によれば、1回の利下げ幅を0.25%ptとした場合、2024年から2025年10-12月期までに計5回の利下げ実施が中央値となっている。利下げの前提条件となる経済見通しを確認すると、FOMC参加者の6月時点の経済見通し(SEP)によれば、2025年10-12月期のPCE価格指数・コアPCE価格指数(前年比)の中央値はともに2.3%と、足元からさらに減速していく見立てとなっている。また、SEPでは、2025年10-12月期の失業率の中央値は4.2%、実質GDP成長率(前年比)の中央値は2.0%となった。6月のドットチャートとSEPを踏まえれば、FOMC参加者の見通しとして、大幅な景気減速や失業率の上昇は回避しつつもインフレが緩やかに減速する中で利下げを実施していく、ソフトランディング・シナリオが想定されている。

もともと、2024年7月の雇用統計²は、失業率が4.3%と4カ月連続で上昇するなど、軟調な結果になった。この結果は市場参加者の大幅な景気悪化懸念を引き起こし、2024年内の大幅な利下げ実施が予想され始めている。ただし、7月雇用統計の公表前に実施された、パウエル議長の記者会見では、雇用環境の急速な悪化の可能性については非常に注意深く見守っているとしつつも、雇用環境は全体的に堅調であり、ハードランディングの可能性は現時点では低いとの見解が示されていた。7月雇用統計の結果は利下げペースを速める要因になり得るものの、単月のデータで、パウエル議長が景気・雇用に対する見解を大幅に変更する可能性は低いと考えられる。

FRBが想定してきたソフトランディング・シナリオを達成するためには、利下げにより景気や労働市場が底堅さを維持する中でも、インフレ減速が継続していく必要がある。FRBがインフレの基調を判断する上で重視するコアPCE価格指数に関しては、過去2年間を振り返れば、労働需給の緩和と概ね連動しながら減速してきた。今後もインフレ減速が継続するために、さらなる労働需給の緩和が必要といえる。労働需給が緩和していく要因としては、労働需要の減少と労働供給の拡大が考えられる。SEPが示すように大幅な景気減速を回避しつつ、インフレが先行きも減速していくためには、労働供給の拡大に伴う労働需要の充足によって、労働需給の緩和が続いていくことが必要となる。

¹ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 9月FOMCでの利下げ開始の可能性を示唆](#)」、(大和総研レポート、2024年8月1日)

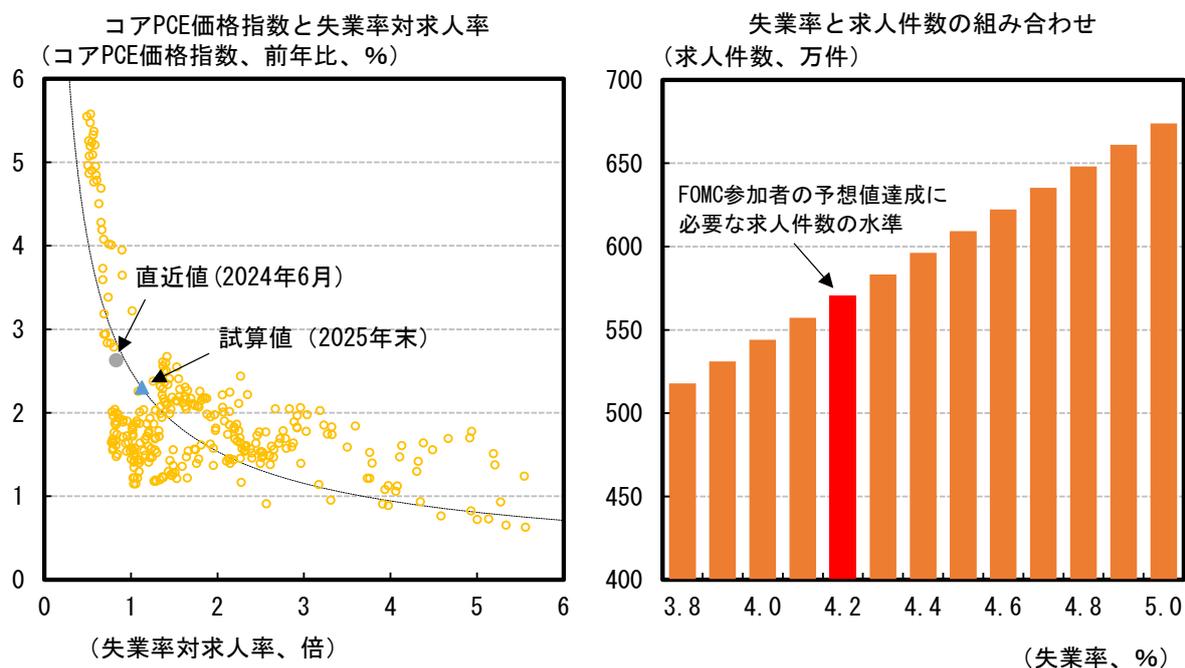
² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+11.4万人](#)」、(大和総研レポート、2024年8月5日)

SEP での見通しを前提とすると、求人数は 600 万件弱まで低下が必要

では、FOMC 参加者が予想するようにインフレが減速するためには、どの程度の労働需給の緩和が必要なのだろうか。インフレと労働需給の関係性については、2023 年 7 月にサンフランシスコ連銀がコア PCE 価格指数と失業率対求人率³を用いて分析⁴している。サンフランシスコ連銀は、失業率対求人率の水準が低いほど労働市場がひっ迫しており、コア PCE 価格指数が高水準になる傾向があると指摘している。足元の失業率対求人率を確認すると、2024 年 6 月は 0.8 倍と、0.5 倍程度であった 2022 年前半から上昇（労働需給は緩和）し、2019 年半ばと同程度の水準になっている。

また、サンフランシスコ連銀は、縦軸をコア PCE 価格指数、横軸を失業率対求人率として両者の関係性を表したフィリップス曲線（図表 1 左図）を用いて、インフレ減速の目標達成に向けて必要な失業率対求人率の水準についても分析している。このフィリップス曲線は、失業率対求人率が低いほど曲線の傾きが急になる、非線形のフィリップス曲線である。2024 年 6 月の SEP で示された 2025 年のコア PCE（前年比）の中央値は 2.3%であり、この数値を図表 1（左図）の傾向線に当てはめると、失業率対求人率は 1.1 倍程度まで上昇する必要があると示唆される。

図表 1 コア PCE 価格指数と失業率対求人率、失業率と求人数の組み合わせ



(注) 左図は 1999 年 1 月から 2024 年 6 月。1999 年 1 月から 2001 年 11 月は、Regis Barnichon, “Building a composite Help-Wanted Index,” *Economics Letters*, Volume 109, Issue 3, December 2010, Pages 175–178 に基づく数値。左図の試算値は、2024 年 6 月 FOMC の SEP (FOMC 参加者の経済見通し) を前提に算出。
(出所) BLS、BEA、Haver Analytics、FOMC、Regis Barnichon 氏のウェブサイトより大和総研作成

³ 失業と求人の比較をする場合は、「失業率対求人率」と「失業者数対求人数」の 2 つのパターンがあるが、両者の数値は基本的には大きく変わらない。

⁴ Erin E. Crust, Kevin J. Lansing, and Nicolas Petrosky-Nadeau, “Reducing Inflation along a Nonlinear Phillips Curve,” *FRBSF Economic Letter* 2023-17, July 10, 2023

サンフランシスコ連銀による分析の解説については以下も参照されたい。矢作大祐「[米国経済見通し ソフトランディングは可能か](#)」、(大和総研レポート、2023 年 7 月 20 日)

こうした分析を基に、失業率対求人率が 1.1 倍になる際の、求人件数と失業率の組み合わせを示したものが、図表 1（右図）である。2024 年 6 月の SEP では、2025 年 10-12 月期の失業率の中央値が 4.2%とされている。仮に失業率を 4.2%と仮定すると⁵、求人件数が直近の 818 万件から 2025 年末までに 200 万件強減少し、600 万件弱となる必要があると試算される。これは、1 カ月あたり 14 万件程度減少し続ける必要があることを意味する。過去の求人件数の減少ペースを確認すると、直近 1 年間では月 8 万件程度、直近半年間では月 12 万件程度であった。直近半年間の減少ペースが継続すれば、概ね達成可能なペースといえよう。

当面は移民流入による労働需給の緩和継続が想定される

前記の試算からは、これまで通り労働需給が緩和していくかが次の論点となる。パンデミック後の労働供給の拡大について、FRB はこれまで①働き盛りの世代であるプライムエイジ層（25-54 歳）の労働参加率の回復、②移民の流入、を要因として指摘してきた。ただし、プライムエイジの労働参加率上昇は既に一巡しており、先行きにも期待できるのは移民流入による労働供給の拡大といえる。

図表 2（左図）は、米国外生まれ労働力人口（≒移民労働者）、米国内生まれ労働力人口の 2019 年末からの累積増減数を示したものである。足元は米国内生まれ労働力人口が 2019 年末の水準程度への回復に留まる一方で、米国外生まれ労働力人口は 2021 年末以降、コロナ禍前（2019 年末）の水準を大きく上回り、労働力人口増加のけん引役となってきた。米国外生まれ労働力人口の増加要因としては、労働参加率の上昇も考えられるが、米国外生まれの労働参加率は、2022 年半ばにコロナ禍前（2019 年平均：66%）の水準を回復した後は均してみれば横ばいで推移している。つまり、米国外生まれの人々の労働意欲が増したというよりは、米国への移民の流入増が直近 2 年間の米国外生まれ労働力人口の増加の主因と考えられる。

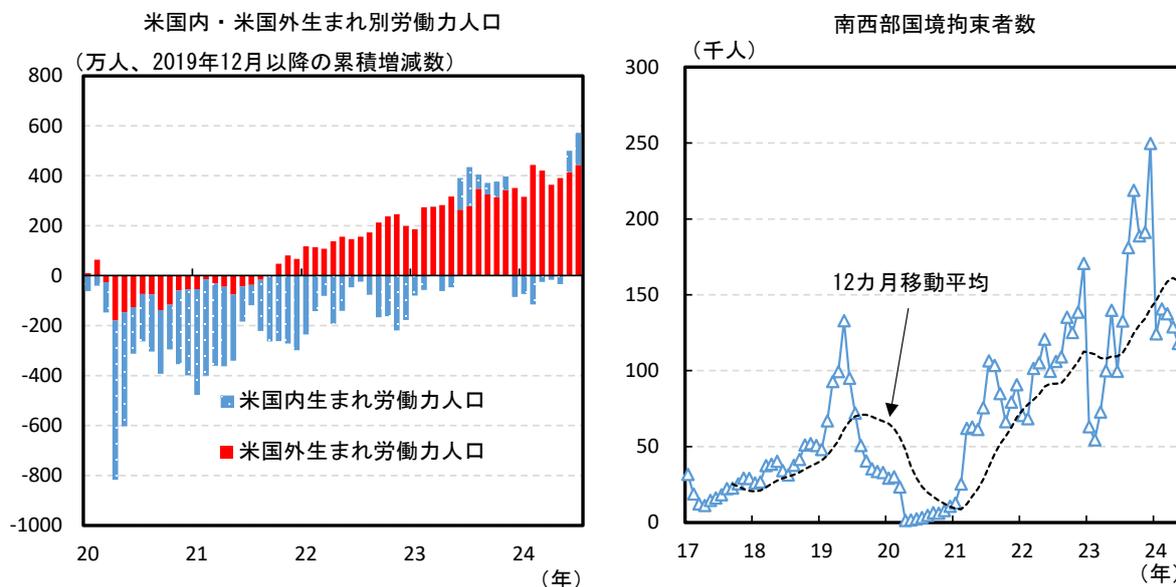
米国外生まれ労働力人口の増加ペースを確認すると、過去 1 年間で月平均 13.7 万人のペースで増加してきた。過去の米国外生まれ労働力人口の増加ペースを維持することができれば、SEP のシナリオの達成に必要な求人件数の減少分を主に労働供給の拡大で賄うことも可能といえる。

近年で米国に流入してきた移民については、滞在・就労許可を得て入国した移民よりも、許可を得ずに入国した不法移民の増加が著しい。他方で、大統領選挙を控え、バイデン政権は不法移民の流入を制限する大統領令を 2024 年 6 月 4 日に発令しており、今後の不法移民の流入ペースについては不確実性が高い。不法移民の増加ペースを示唆する南西部国境における拘束者数のデータを確認すると、2024 年 6 月は 8 万人程度と、水準は低くないものの減少傾向にある（図表 2 右図）。他方で、6 月の FOMC の議事要旨では、移民流入について、近年の高いペースが続く可能性は低いとする指摘があった一方で、過去の移民が引き続き労働力に加わる可能性が高いとの指摘も見られた。上記の二つの見方は矛盾するものではなく、不法移民として入国してか

⁵ 2024 年 7 月の雇用統計で失業率は 4.3%に上昇したが、7 月はテキサス州など米国南部を襲ったハリケーン「ベリル」の影響を受けた可能性が指摘されている。

ら就業するまでにタイムラグがあることから、目先は過去分の移民が労働力に加わる一方で、労働力拡大につながるペースは徐々に減速していくと解釈すべきだろう。

図表 2 米国内・米国外生まれ別労働力人口、南西部国境拘束者数



(出所) BLS, U.S. Customs and Border Protection, Haver Analytics より大和総研作成

失業率の上昇による労働需給緩和のシナリオも

これまでは労働供給の拡大に注目してきたが、FOMC 参加者の想定以上に失業率が上昇していくことによって労働需給が緩和する可能性も検討する必要がある。こうした検討が必要な理由として、足元で失業率が上昇しやすくなっていることが指摘される。これについては、①求人率の減少によるベバリッジ曲線からの示唆、②労働市場のミスマッチ拡大の可能性、③短期の均衡雇用者増加数の上昇、の3点から説明できる。

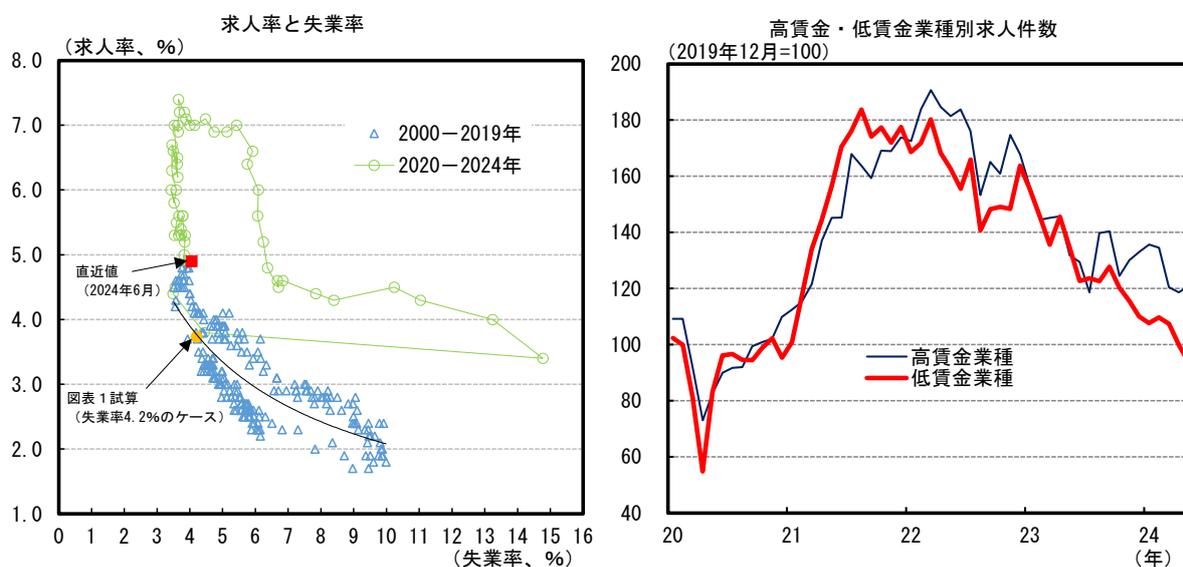
1点目について、図表3(左図)は縦軸を求人率、横軸を失業率として関係性を示したベバリッジ曲線である。ベバリッジ曲線は労働需給の関係性を示しており、求人率が低下するほど、失業率が上昇することを示している。また、図表3(左図)のベバリッジ曲線は前掲図表1(左図)のフィリップス曲線と同様、非線形の形状になっている。過去2年間で見られたように、求人率が極めて高い場合は、求人率の低下に対する失業率の上昇幅は抑制されてきた。しかし、求人率が低くなるにつれ、求人率の低下に対する失業率の上昇幅は大きくなることが示唆される。移民の増加により求人率が低下していく中で、いずれ失業率は上昇しやすくなることが予想される。例えばウォラーFRB理事は、求人率が4.5%を継続的に下回る場合は、失業率が大きく上昇しやすくなるとの研究結果に言及している⁶。現在の求人率は4.9%とウォラー理事が指摘した4.5%に近づきつつあり、失業率が上昇しやすい局面が近いとも考えられよう。

⁶ Christopher J. Waller, "Almost as good as it gets—but will it last?," Board of Governors of the Federal Reserve System, January 16, 2024

2点目については、不法移民の流入を起因とした雇用のミスマッチの拡大が想定される。不法移民は就業できる職場が限られており、低賃金の仕事に就くことが多いと考えられる。先行研究⁷でも、不法移民は米国生まれや正規移民と比較して給与水準が大幅に低い傾向にあることが示されている。足元では、低賃金業種の求人件数の減少が進む一方で、不法移民の就業が難しいと考えられる高賃金業種では求人件数の高止まり傾向が見られる（図表3右図）。そのため、不法移民の流入が継続した場合、不法移民の就業先として選ばれやすい業種で労働需給の緩和が進む一方で、就業先として選ばれにくい業種では労働需給の緩和が進まないという、ミスマッチが拡大していく可能性がある。この結果、求人件数は減少ペースが鈍る一方で、米国外生まれの失業率が上昇し、全体の失業率の押し上げへと帰結することになるだろう。

3点目については、移民の急増により、短期の均衡雇用者増加数（短期的に失業率を変動させない非農業部門雇用者数の増加幅）が上昇している可能性がある。2024年7月8日に公表されたサンフランシスコ連銀の分析⁸では、最も移民流入が多いシナリオとしてCBO（議会予算局）が推計したデータを採用し、2024年1-3月期における短期の均衡雇用者増加数は月平均23万人と推計した。7月の非農業部門雇用者数の増加幅は前月差+11.4万人、3カ月移動平均で見ても同+17.0万人であり、短期の均衡雇用者増加数を下回り始めている可能性があるだろう。この点でも、失業率は上昇しやすいといえる。

図表3 求人率と失業率、高賃金・低賃金業種別求人件数



(注) 左図のデータは2000年12月から2024年6月までを使用。図中の傾向線は2000年12月から2019年12月のデータによるもの。右図の高賃金業種は平均時給の上位5業種、低賃金業種は同下位5業種。

(出所) BLSより大和総研作成

⁷ George J. Borjas, “The Earnings of Undocumented Immigrants,” NBER Working Paper No. 23236, March 2017

⁸ Nicolas Petrosky-Nadeau, Stephanie A. Stewart, “Breakeven Employment Growth,” FRBSF Economic Letter, 2024-18, July 8, 2024

シナリオ別の利下げペースへの示唆

本稿では、今後のインフレ減速に要する労働需給の緩和について、二つのシナリオを検討した。一つ目が、これまで通り、移民流入による労働供給の拡大を中心に労働需給が緩和するケース（シナリオ①）、もう一つが、失業率の上昇を伴いながら、労働需給が緩和していくケース（シナリオ②）である。それぞれのシナリオについて、金融政策への示唆は以下のようにまとめられる。

シナリオ①においては、移民流入による労働供給の拡大を通じた労働需給の緩和によって、雇用環境の急激な悪化を避けながら、FRB が利下げを開始することが可能となる。そして、労働需給の緩和が当面は継続することで、ドットチャートの中央値で示唆されるようなペースで利下げが継続していくと考えられる。ただし、移民規制の行方がシナリオ①に不確実性をもたらすことには注意が必要となる。移民の流入ペースが顕著に低下し、労働供給の拡大が抑制されれば、利下げのペースがドットチャートの中央値より緩やかになる可能性も考えられる。

続いて、FOMC 参加者による想定以上の失業率の上昇を伴いながら労働需給が緩和していくシナリオ②については、FRB はインフレ減速の可能性に加え、雇用環境の急激な悪化を避けるためにも、利下げのペースを速めることが考えられる。ただし、このシナリオ②で注意が必要なのは、労働市場におけるミスマッチの拡大が顕著な場合である。この場合、失業率が上昇する一方、求人率が低下しないケースが考えられる。景気の悪化を伴いながら失業率が上昇していく場合、通常は求人率も低下していく。一方で、足元は不法移民による労働供給の急拡大が起きていたことから、景気が大幅に悪化しない中でも、ミスマッチにより失業率の上昇と求人率の高止まりが並存する、という組み合わせが考えられる。直近 2 年間のインフレ減速が、求人率の低下（または求人件数の減少）との連動性が高かったことを踏まえれば、今後求人率が高止まりするならば、インフレ率も高止まりする可能性がある。その場合、FRB はインフレ率の高止まりと失業率上昇の板挟みとなり、インフレ抑制を優先するのか（=金利据え置きで様子見）、或いは雇用環境の悪化抑制を優先するのか（=利下げを継続）、難しい選択を迫られることになるだろう。